

# 简析金融深化论及其政策主张

□ 严佳佳

自 20 世纪 70 年代以来,金融深化论成为发展中国家经济金融体制改革的理论基础,金融深化也被广大发展中国家视为消除金融抑制、实现经济发展的重要手段。但是,进入 90 年代以后,这些国家的发展进程却被金融危机所打断,经济增长严重受挫。通过对该理论及其具体实施路径的分析,笔者认为,出现这种现象的原因主要在于金融深化论的部分假定条件比较严格,还不太符合发展中国家的实际情况,这在一定程度上影响了该理论的准确性和实用性。

## 一、金融深化论及其政策主张

1973 年,R·I·麦金农和 E·S·肖在他们分别出版的《经济发展中的货币与资本》和《经济发展中的金融深化》中针对发展中国家货币金融的特点,从全新的角度对金融和经济进行了研究,提出了金融深化理论。他们认为,发展中国家经济落后的重要原因在于金融压制,储蓄不足、资本匮乏与资本低效配置并存使得发展中国家陷入贫困的恶性循环中。在指出金融压制的危害的同时,他们还严密论证了金融深化与储蓄、投资及经济增长之间的正向关系。根据公式  $M_d/P = L(Y_d/Y_d - P^*)$ ,发展中国家在实际利率的一定范围内,其货币与资本呈现互补关系,提高实际利率将提高储蓄倾向,从而提高投资与收入水平,促进经济的发展。同时,由于发展中国家通常资本严重短缺,上升的利率对于提高投资使用效率、改善投资结构也具有积极的作用。金融深化论的实质就是放弃政府对金融的过度干预,依靠市场机制的作用提高金融体系的运作效率,优化金融资源的合理配置,形成正的储蓄、投资、收入和结构优化的效应,建立起金融与经济良性循环。

为了实现金融深化,金融深化论学派提出了以金融自由化为特征的政策主张,主要包括:①放松对利率的人为干预,抑制通货膨胀;②将银行转化为社会组织,鼓励民间金融,促进金融业的竞争;③放宽外汇管制,允许汇率适度浮动;④实现政府预算平衡。

## 二、金融深化理论的反思

1. 金融深化与储蓄。我们知道,利率的提高除了产生替代效应以外,还会产生收入效应。金融深化论学派认为利率的提高会增加储蓄,这是从利率的替代效应出发,利率提高增加了现期消费的机会成本从而提高储蓄倾向、刺激储蓄。但是,利率提高产生的收入效应同时会抑制储蓄的增加,因为人们获得等量的利息收入所依赖的储蓄将减少。如果后者的影响超过前者,则储蓄不仅

不会增加,反而可能减少。这一点已经被大量的实证研究所证实。比如,Giovanini(1983)通过对 8 个亚洲国家的研究指出,对发展中国家的储蓄利率弹性明显为正的观点应该保持怀疑的态度。Wijnbergen(1985)通过对韩国金融改革的研究得出结论:韩国提高利率的金融改革导致的是存款由非官方(不规范)市场向官方(规范)市场的大规模的有价证券转移,而存款数量并没有增长。因此,金融深化论所强调的提高利率对储蓄的积极作用在发展中国家显然过于理想化。

2. 金融深化与投资。利率的提高能够使银行存款增加,但是这并不总是意味着全社会可贷资金的必然增加。因为存款利率的提高会产生两方面的影响:①促使资产由货币向定期存款转移,这的确可以增加可贷资金量;②促使场外金融市场上的存款向银行的定期存款转移。大部分发展中国家都存在比较灵活的场外金融市场,其存款不受官方准备金要求的限制,而银行必须为其定期存款交纳准备金,这样全社会的可贷资金量就会下降。从实证的角度出发,Demetriades 和 Devereaux(1992)从对 63 个发展中国家 1961~1991 年的研究中发现:投资的资本成本提高的负效应超过了投资的资本供给增加的正效应,实际利率的提高从整体上看抑制了投资的增长。

金融深化论认为金融深化还有利于提高投资使用效率、改善投资结构,但是这一观点在学术界也存在着分歧。金融深化论学派批评金融压制的重要特征之一就是金融压制会导致信贷配给,从而导致寻租的产生和资金的错误配置。但是,金融深化也并不能确保消除信贷配给。在信息不对称的情况下,银行如果采用利率作为筛选借款人的工具,那么偿还能力大的低风险企业可能会因为利率过高而退出,只有偿还能力小的高风险企业才能成为借款者。这种情况显然将进一步鼓励借款人转向投资高风险项目,提高银行的资产总风险。因此,银行必定会实行信贷配给以谋取较为稳定的利润。这一点可以从东亚国家经济的成功上得到体现,这些国家均广泛运用了政府指导信贷分配的手段来促进经济的发展。反观泰国在缺乏强有力的金融监管的前提下急于推进金融深化改革,其结果是使银行把大量的资金投放到房地产业和证券业上。自 1995 年以来,泰国经济发展速度减慢,银行呆帐、坏帐随之大幅度增加,直至大量金融机构倒闭,金融秩序混乱,最终爆发金融危机。

3. 金融深化与经济增长。除了上述两个方面的因素,再考虑

到提高利率对成本和需求水平的负面影响,金融深化还可能导致经济滞胀(成本推进型的通货膨胀和失业率上升的混合)。高利率不仅增加了生产成本,而且通过吸引外资流入造成本币被高估,引起出口减少和政府债务的利息负担加重,进一步导致政府支出的削减。因此,金融深化本身就可能在形成通货膨胀的同时造成由出口及政府支出下降引起的经济衰退。因为存在政府债务的扩张、宏观经济的不稳定和过高利率,金融深化的结果是企业破产、银行体系崩溃和持续的经济衰退。

### 三、金融深化论的政策分析

目前实行金融深化的国家,基本上都是按照金融深化论者提出的政策主张对本国的经济金融体制进行改革的。实践证明,虽然实行金融深化的发展中国家取得了一定的进展,但是从整体而言结果并不令人十分满意。亚洲和拉美各国以利率自由化为中心的金融深化改革都由于种种原因,经历了不同程度的挫折。排除改革时机不当等特殊原因后,本文在第二部分讨论了金融深化论倡导的放松利率和鼓励金融业竞争两个措施将导致的负面效应,第三部分将集中分析放宽外汇管制和实现政府预算平衡可能会产生的问题。

从汇率自由化和资本项目开放的角度来看,“过早地取消对外资流入的汇率控制会导致未经批准的资本外逃或者无偿还保证的外债堆积,或者两者兼而有之。”因为金融深化往往使得发展中国家的国内存款利率高于世界水平,利差却通常不能通过国内货币的预期贬值而抵消,资本国际自由流动就对发展中国家的金融体系构成了相当大的冲击。大规模的投机性极强的短期资本流入破坏了中央银行控制货币流通基数的能力,容易引起严重的通货膨胀。更重要的是,在发展中国家普遍金融体制改革滞后、金融监管能力不足的条件下,过早开放资本市场,一旦国际经济形势改变,大量的短期国际资本将迅速外逃,造成本币大幅度贬值,对本国经济带来严重的负面影响。这种情形在拉丁美洲和东南亚国家都曾经发生过。以墨西哥为例,在1994年墨西哥金融危机爆发前后,短期资本的外逃引发比索贬值,汇率由1美元兑换3.47比索猛跌到1美元兑换5.58比索,进而导致其本国,甚至巴西、阿根廷等主要拉美国家的金融市场受到不同程度的不利影响。

金融深化论还强调了实现政府预算平衡的重要性。但是,如果提高利率就会增加政府财政还本付息的负担,减少国债发行收入,导致政府预算出现赤字。政府为了弥补赤字,或者中央银行被迫过度发行基础货币,或者通过资本市场发行公债,其结果或者是引致通货膨胀,或者陷入严重的国内债务危机。20世纪80年代南美的债务危机就是明证,这显然与金融深化的初衷相违背。

### 四、实践启示

如同本文开篇所述,虽然金融深化理论及其实践存在着种种不足,但是,笔者需要强调金融深化仍旧是发展中国家经济发展的总体方向和目标。从发展中国家实行金融深化改革的实践情况来看,以何种方式推进金融深化进程,应该根据各个国家实际情

况而定。但是,在实现金融深化目标的过程中,考虑到金融深化论本身的缺陷和发展中国家的普遍情况(比如市场不健全、结构失衡和有效制度短缺等现实经济的弊端),笔者认为以下3点启示显得尤为重要。

1. 不要忽略政府在金融深化过程中的作用,特别是政府宏观调控的作用。金融深化论的基本前提是市场的完全竞争,并且存在完全信息。但是,发展中国家的市场显然是不存在完全竞争和完全信息,因此,政府的宏观调控是必要的。对于大部分发展中国家而言,问题的关键在于改革政府介入金融的方式和职能。政府的独特作用一方面体现在通过金融制度创新与变迁培植市场力量,另一方面在于完善金融监管体系。金融深化并不意味着放弃政府对银行和其他重要金融机构的监督,让金融业完全放任自由。成功的金融深化不是简单地取消一切法规和管理,而是要求政府必须严格按照市场经济的规则来加强对金融机构和金融市场的有效管理与监督。拉美及亚洲发展中国家的金融自由化实践效果不佳的重要原因之一就是金融监管软弱乏力,缺乏对金融市场和金融机构的监管。由此可见,加强金融监管和维持金融机构的稳定经营是实现金融深化的重要条件。

2. 金融深化应该采取适应本国国情的渐进方式,经济市场化的次序对成功与否至关重要。金融深化是伴随着整体经济改革发展的一个渐进过程,金融深化的政策措施应该根据经济发展的成熟程度和经济运行的内在逻辑做出合理的时间选择和安排。麦金农在其著作中对此予以高度重视,指出“十分重要的一点是,每一个国家的自由化过程的先后顺序要正确。”“财政、货币与外汇政策如何排序是至关重要的。政府不能够也不应该同时采取全部的自由化措施。相反,经济自由化有一个‘最佳’的顺序,由于各个国家最初的国情不同,因此这种顺序可能依国家的不同而各异。”一般认为,金融深化可以分为以下四步:①平衡中央政府预算;②开放国内资本市场的同时仍就对银行实行管制,特别是对存款利率上限、贷款利率下限和证券抵押贷款比例的控制;③实现汇率自由化;④实现资本项目的自由兑换。然而,拉美和亚洲的一些发展中国家往往急于求成,采取了过于激进、超前的金融深化战略措施,在宏观经济条件还不具备的条件下,就加快实现金融自由化的步伐,特别是缺乏风险管理和金融监管的能力,过快地放开资本账户。“除非金融稳定和国内市场利率已经形成,否则不宜开放资本账户,实行货币自由兑换,过早开放资本账户会助长资金流动,扰乱经济与金融秩序。”

3. 实施金融深化改革必须与其他改革相配套。麦金农在讨论财政体制改革中,主张应使税收具有弹性,使政府收入随国民同步增长以消除金融抑制。肖也强调理顺财政与金融体制的关系,并且使这些改革协调发展。只有相互配合,才能推进金融体系改革的深入发展。□

作者单位 厦门大学经济学院金融系  
邮编 361005